

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 经济温和复苏 政策仍可期待

—11月经济数据点评

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2023年12月18日

### 内容提要:

11月工业增加值同比增长6.6%，预期增长5.7%，前值增长4.6%；1-11月固定资产投资累计同比增长2.9%，预期增长2.9%，前值增长2.9%；11月社会消费品零售总额同比增长10.1%，预期增长12.6%，前值增长7.6%。

需求复苏、低基数等因素推动生产端持续复苏。从近期高频数据看，高炉开工率有所回落（部分受环保因素影响），PTA开工率在回落一段时间后升至9月以来新高，汽车半钢胎开工率高位小幅震荡，工业生产总体上基本稳定。

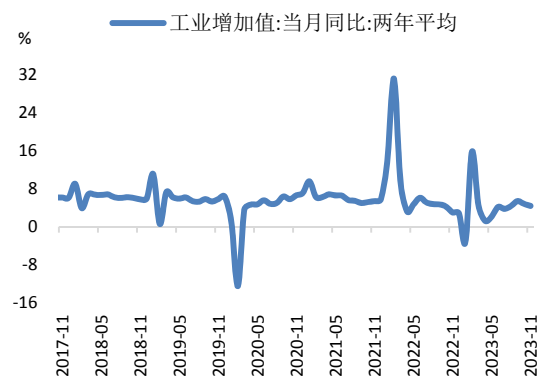
消费复苏低于预期。11月社会消费品零售总额同比增速较10月上行2.5个百分点，但主因基数效应，两年平均增速（1.8%）回落至年内最低，环比变化（-0.06%）弱于2015年-2019年均值（0.81%），亦为年内最低。

投资增速符合市场预期。其中，基建投资小幅回落；房地产投资继续下行，销售跌幅有所扩大，资金到位情况未有明显改善；制造业投资保持较好韧性。

总体而言，11月宏观数据显示经济温和复苏，供给好于需求，不过部分指标同比增速加快主因低基数效应，两年平均增速及环比仍然偏弱，尤其是地产投资持续拖累整体投资，消费环比增速为负，再结合通胀、PMI等指标，内生动能仍有待于进一步提振。正如国家统计局所言，国民经济持续回升向好，但也要看到，外部不稳定不确定因素依然较多，国内需求仍显不足，经济回升向好基础仍需巩固。

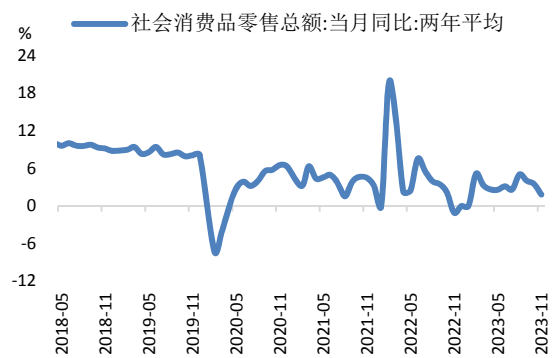
**风险提示:** 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

### 工业增加值



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 消费



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 相关报告

- 1.《经济复苏有所反复 政策仍需加快落地—10月经济数据点评》
- 2.《通胀整体偏弱 后续仍将修复—10月物价数据点评》
- 3.《循道而为 聚力前行—2024年国内宏观经济展望》

**事件：**国家统计局 12 月 15 日公布的数据显示，11 月工业增加值同比增长 6.6%，预期增长 5.7%（预期值来源为 Wind，下同），前值增长 4.6%；1-11 月固定资产投资累计同比增长 2.9%，预期增长 2.9%，前值增长 2.9%；11 月社会消费品零售总额同比增长 10.1%，预期增长 12.6%，前值增长 7.6%。

**点评：**11 月宏观数据显示经济温和复苏，供给好于需求，不过部分指标同比增速加快主因低基数效应，两年平均增速及环比仍然偏弱，尤其是地产投资持续拖累整体投资，消费环比增速为负，再结合通胀、PMI 等指标，内生动能仍有待于进一步提振。正如国家统计局所言，国民经济持续回升向好，但也要看到，外部不稳定不确定因素依然较多，国内需求仍显不足，经济回升向好基础仍需巩固。

### 一、生产端持续复苏

需求复苏、低基数等因素推动生产端持续复苏。11 月规模以上工业增加值同比增长 6.6%，好于市场预期（5.7%），较 10 月上行 2 个百分点；两年平均增速 4.4%，较 10 月回落 0.4 个百分点。从环比（经季调）看，11 月工业增加值增长 0.87%，好于 2015 年-2019 年同期均值（0.55%）；同时，近 3 个月环比均值（0.54%）亦强于 2015-2019 年均值（0.52%）。不过，11 月出口交货值同比下降 3%，两年平均增速（-4.8%）降至有数据以来新低。从近期高频数据看，高炉开工率有所回落（部分受环保因素影响），PTA 开工率在回落一段时间后升至 9 月以来新高，汽车半钢胎开工率高位小幅震荡，工业生产总体上基本稳定。

分三大门类看，11 月采矿业增加值同比增长 3.9%（10 月为 2.9%，下同），制造业增长 6.7%（5.1%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.9%（1.5%）。

多数行业和产品实现增长，行业回升面超六成。11 月在工业 41 个大类行业中，28 个行业增加值实现增长，增长面为 68.3%；26 个行业增加值增速较 10 月加快或降幅收窄，回升面超过 6 成。在统计的 620 种主要工业产品中，367 种产品产量实现增长，增长面为 59.2%。其中，装备制造业支撑作用增强，汽车和电气行业高位加快。11 月装备制造业增加值同比增长 9.8%，增速较 10 月大幅加快 3.6 个百分点，连续 4 个月回升；对全部规上工业增长贡献率达 50.7%，较 10 月提高 5.6 个百分点。8 个装备大类行业中，7 个行业增加值增速较 10 月加快或降幅收窄，其中汽车、电气机械等行业高位加快，增加值同比分别增长 20.7%、10.2%，较

10月加快9.9、0.4个百分点；铁路船舶、电子行业两位数增长，当月同比分别增长12.7%、10.6%。

## 二、消费复苏低于预期

消费复苏低于预期。11月社会消费品零售总额同比增长10.1%，低于市场预期（12.6%），较10月上行2.5个百分点；不过，同比增速上行主因基数效应，两年平均增速（1.8%）回落至年内最低，较10月下行1.7个百分点；环比变化（-0.06%）弱于2015年-2019年均值（0.81%），亦为年内最低。

服务零售有所加快。1-11月服务零售额同比增长19.5%，增速比1-10月加快0.5个百分点，连续2个月加快。

分类来看，主要商品消费增速升降互现。从同比看，服装鞋帽类（同比增长22.0%，下同）、通讯器材类（16.8%）、体育娱乐用品类（16.0%）、汽车类（14.7%）等增长较快，建筑及装潢材料类（-10.4%）、文化办公用品类（-8.2%）、化妆品类（-3.5%）降幅居前。从两年平均增速看，汽车类（4.8%）、粮油食品类（4.1%）、体育娱乐用品类（3.2%）、石油及制品类（2.7%）涨幅居前，建筑及装潢材料类（-10.2%）、家用电器和音像器材类（-7.8%）、文化办公用品类（-5.0%）、化妆品类（-4.1%）降幅较大。无论是同比还是两年平均增速，地产链条类消费依然低迷。此外，11月餐饮收入同比增速（25.8%）、两年平均增速（7.3%）分别较10月上行8.7、3.6个百分点。

就业总体稳定。11月全国城镇调查失业率连续第3个月稳定在5.0%。从重点就业群体看，农民工就业改善，11月外来农业户籍劳动力城镇调查失业率为4.4%，处于近年来较低水平。

## 三、固定资产投资增速符合预期，制造业投资韧性较好

1-11月固定资产投资（不含农户）同比增长2.9%，符合市场预期，持平1-10月；两年平均增长（4.4%）与1-10月持平。从环比看，11月固定资产投资（不含农户）增长0.26%，弱于2017年-2019年同期均值（0.41%）。整体投资低位徘徊，仍然受地产投资拖累较多。此外，1-11月民间固定资产投资同比下降0.5%，持平1-10月；两年平均增速（0.3%）较1-10月回落0.2个百分点；扣除房地产开发投资后的民间项目投资增长9.1%。

**基建投资小幅回落。**1-11月广义、狭义基建投资同比分别增长8.0%、5.8%，分别较1-10月回落0.3、0.1个百分点；两年平均增速分别为9.8%、7.3%，均持平于1-10月。根据我们的测算，11月当月广义、狭义基建投

资同比分别增长 5.4%、5.0%，较 10 月当月变化-0.2、1.2 个百分点。从中观高频数据看，11 月石油沥青装置开工率周均值（36.7%）较 10 月回落 0.6 个百分点，基建水泥直供量环比连续增长 4.3%（根据百年建筑调研数据），整体基建实物工作量仍待进一步提升。展望未来，财政逐步加力提效，5000 亿元增发国债逐步到位，未来基建投资仍有可能企稳回升。

**房地产投资继续下行，销售跌幅有所扩大，资金到位情况未有明显改善。**

1-11 月房地产开发投资同比下降 9.3%，较 1-10 月回落 0.1 个百分点；两年平均增速为-9.6%，较 1-10 月回落 0.5 个百分点。根据我们的测算，11 月当月房地产投资同比下降 10.5%，较 10 月反弹 0.8 个百分点。1-11 月新开工、施工、竣工面积同比增速分别为-21.2%、-7.2%、17.9%，前两者较 10 月反弹；三者两年平均增速分别为-30.6%、-6.9%、-2.3%，新开工增速小幅改善，施工与竣工增速较 10 月小幅回落。销售方面，1-11 月商品房销售面积同比下降 8.0%，降幅较 1-10 月扩大 0.2 个百分点，销售端仍存较大压力。从房地产开发资金到位情况看，1-11 月累计增速（-13.4%）较 1-10 月改善 0.4 个百分点，但其两年平均增速（-19.8%）较 1-10 月下行 0.4 个百分点，分项中国内贷款增速有所改善，其他渠道资金增速小幅震荡。

**制造业投资保持较好韧性。**1-11 月制造业投资同比增长 6.3%，较 1-10 月反弹 0.1 个百分点，为今年 5 月以来新高；两年平均增长 7.8%，则较 1-10 月回落 0.1 个百分点；若按更广范围的四年平均增速（6.3%）看，再创 2019 年以来新高。根据我们的测算，11 月制造业投资当月同比增长 7.1%，较 10 月反弹 0.9 个百分点。制造业投资保持韧性，可能受出口增速转正、政策加大支持、利润增速回升等因素影响。新动能持续成长，高技术产业投资增势良好，1-11 月高技术制造业投资同比增长 10.5%，其中医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 14.8%，计算机及办公设备制造业投资增长 13.9%，电子及通信设备制造业投资增长 11.5%。

**风险提示：**央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

## 分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层